

分析师: 乔琪  
登记编码: S0730520090001  
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

## 游戏业务稳健, 平台业务快速增长

——恺英网络(002517)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

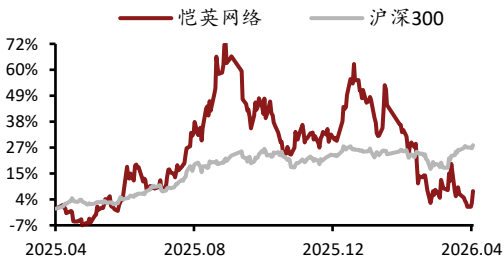
## 市场数据(2026-04-29)

收盘价(元)	18.20
一年内最高/最低(元)	30.50/15.43
沪深300指数	4,810.35
市净率(倍)	3.76
流通市值(亿元)	343.81

## 基础数据(2026-03-31)

每股净资产(元)	4.85
每股经营现金流(元)	0.20
毛利率(%)	80.75
净资产收益率_摊薄(%)	7.54
资产负债率(%)	22.44
总股本/流通股(万股)	213,644.32/188,908.67
B股/H股(万股)	0.00/0.00

## 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

## 相关报告

《恺英网络(002517)中报点评: 传奇盒子高速增长, AI产业多元布局》 2025-09-04

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期: 2026年04月30日

2025年公司营业收入53.25亿元, yoy+4.04%; 归母净利润19.04亿元, yoy+16.90%; 扣非后归母净利润18.43亿元, yoy+15.21%。分红方案为每10股派发现金红利1元。

2026Q1营业收入22.21亿元, yoy+64.19%, qoq+77.71%; 归母净利润7.81亿元, yoy+50.65%, qoq+143.80%; 扣非后归母净利润5.45亿元, yoy+5.75%, qoq+69.23%。

## 投资要点:

- **游戏业务稳定增长。**2025年公司移动游戏营业收入40.42亿元, yoy-0.31%, 毛利率78.58%, yoy-0.87pct。《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等复古情怀类游戏以及《仙剑奇侠传: 新的开始》《怪物联萌》等创新精品类游戏共同发力。《怪物联萌》《MU Immortal》《全民江湖》等游戏在海外上线后表现优异, 登顶当地应用商店免费榜前列, 推动海外市场成为公司重要利润增长点, 2025年来自境外的营业收入同比增长17.78%, 占比提升至8.29%。
- **用户平台业务大幅增长, 贡献业绩增量。**公司旗下游戏盒子持续深耕传奇游戏赛道, 依托独家传奇IP优势进一步巩固国内传奇游戏领域头部平台地位。用户平台实现PC、Android、iOS三端互通, 围绕传奇IP构建多元化生态服务体系, 从单一游戏运营模式向内容社区、游戏直播、数字交易、云服务等多领域延伸。2025年用户平台业务营业收入12.23亿元, yoy+30.04%, 增速超过整体营收增速, 毛利率88.94%, yoy-0.49pct。
- **2026Q1营业收入和利润创季度新高。**2026Q1营业收入22.21亿元, yoy+64.19%, 大幅打破公司单季度营收纪录, 主要来自于用户平台业务以及“传奇+X”模式产品《烈焰觉醒》贡献。同时2026Q1归母净利润7.81亿元, yoy+50.65%, 主要是子公司上海恺英与株式会社传奇IP签订《和解协议》带来较多非经常性收益, 包括5303万元的债务重组收益以及1.70亿元的营业外收入。扣非后利润规模则仅次于2025Q3的5.82亿元。
- **深耕AI应用布局。**在AI领域, 一方面公司自主研发了AI全流程开发平台SOON, 实现游戏动画渲染、场景建模、剧情脚本生成等环节的效率提升, 缩短游戏开发周期, 降低游戏研发成本, 推动游戏研发向自动化、智能化、协同化深度转型; 另一方面公司投资企业自然选择旗下《EVE》已上线, 能够为用户提供3D AI情感陪伴服务, 在AI陪伴赛道建立先发优势, 同时自然选择第二款AI原生社交网络应用产品《Elys》开启小范围测试体验。

- **IP 储备游戏数量丰富。**公司通过引入 IP 策略积累了大量 IP 授权并未公司游戏研发业务提供 IP 支持。根据公司年报披露, 包括《斗罗大陆: 诛邪传说》《盗墓笔记: 启程》《代号: 大富翁》《永恒龙族》《代号: 黑猫》《代号龙之谷》等多款产品处于开发后期。上线后有望带来业绩增量。
- **盈利预测与投资评级:**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.29 元、1.41 元、1.55 元, 按照 4 月 29 日收盘, 对应 PE 分别为 14.14 倍、12.93 倍、11.77 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新游戏上线进度以及表现不及预期, 市场竞争加剧, 行业政策变化

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,118	5,325	7,640	8,542	9,385
增长比率(%)	19.16	4.04	43.48	11.80	9.87
净利润(百万元)	1,628	1,904	2,750	3,007	3,305
增长比率(%)	11.41	16.90	44.47	9.33	9.91
每股收益(元)	0.76	0.89	1.29	1.41	1.55
市盈率(倍)	23.88	20.43	14.14	12.93	11.77

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>5,091</b>	<b>6,241</b>	<b>8,514</b>	<b>11,642</b>	<b>15,010</b>
现金	3,269	4,236	5,400	8,269	11,396
应收票据及应收账款	915	1,023	1,433	1,576	1,704
其他应收款	25	15	64	71	78
预付账款	418	431	612	684	750
存货	25	45	65	72	79
其他流动资产	439	490	940	970	1,002
<b>非流动资产</b>	<b>2,936</b>	<b>6,833</b>	<b>6,644</b>	<b>6,561</b>	<b>6,506</b>
长期投资	506	1,234	1,214	1,214	1,214
固定资产	18	18	14	10	6
无形资产	323	641	683	625	567
其他非流动资产	2,090	4,940	4,733	4,712	4,719
<b>资产总计</b>	<b>8,026</b>	<b>13,073</b>	<b>15,158</b>	<b>18,204</b>	<b>21,515</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,382</b>	<b>2,501</b>	<b>2,459</b>	<b>2,730</b>	<b>2,993</b>
短期借款	0	109	9	0	0
应付票据及应付账款	450	1,135	1,458	1,628	1,787
其他流动负债	931	1,257	992	1,102	1,206
<b>非流动负债</b>	<b>98</b>	<b>672</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>603</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	98	672	603	603	603
<b>负债合计</b>	<b>1,480</b>	<b>3,173</b>	<b>3,063</b>	<b>3,334</b>	<b>3,596</b>
少数股东权益	-1	-2	68	145	230
股本	1,515	1,499	1,499	1,499	1,499
资本公积	532	342	342	342	342
留存收益	4,831	6,521	8,980	11,677	14,642
归属母公司股东权益	6,548	9,902	12,027	14,724	17,689
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,026</b>	<b>13,073</b>	<b>15,158</b>	<b>18,204</b>	<b>21,515</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,754</b>	<b>2,263</b>	<b>2,133</b>	<b>3,209</b>	<b>3,480</b>
净利润	1,628	1,902	2,821	3,084	3,389
折旧摊销	129	149	183	189	162
财务费用	3	4	5	2	2
投资损失	-3	-75	-99	-111	-122
营运资金变动	-27	252	-566	8	8
其他经营现金流	26	31	-211	37	40
<b>投资活动现金流</b>	<b>-910</b>	<b>-1,282</b>	<b>-211</b>	<b>6</b>	<b>17</b>
资本支出	-263	-129	40	-28	-28
长期投资	-668	-1,161	-272	0	0
其他投资现金流	20	8	21	34	45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-400</b>	<b>-308</b>	<b>-750</b>	<b>-346</b>	<b>-370</b>
短期借款	0	109	-100	-9	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-16	0	0	0
资本公积增加	22	-189	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-212	-650	-337	-370
<b>现金净增加额</b>	<b>447</b>	<b>666</b>	<b>1,164</b>	<b>2,869</b>	<b>3,127</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>5,118</b>	<b>5,325</b>	<b>7,640</b>	<b>8,542</b>	<b>9,385</b>
营业成本	958	1,020	1,458	1,628	1,787
营业税金及附加	18	22	23	26	28
营业费用	1,735	1,676	2,521	2,734	3,003
管理费用	202	186	306	342	375
研发费用	598	595	688	726	798
财务费用	-55	-40	-26	-29	-32
资产减值损失	-3	-5	-23	-26	-28
其他收益	47	69	80	90	99
公允价值变动收益	-26	-22	15	17	19
投资净收益	3	75	99	111	122
资产处置收益	1	2	2	3	3
<b>营业利润</b>	<b>1,675</b>	<b>1,981</b>	<b>2,818</b>	<b>3,282</b>	<b>3,607</b>
营业外收入	2	10	191	9	9
营业外支出	4	10	8	9	10
<b>利润总额</b>	<b>1,673</b>	<b>1,981</b>	<b>3,001</b>	<b>3,281</b>	<b>3,606</b>
所得税	46	79	180	197	216
<b>净利润</b>	<b>1,628</b>	<b>1,902</b>	<b>2,821</b>	<b>3,084</b>	<b>3,389</b>
少数股东损益	-1	-1	71	77	85
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,628</b>	<b>1,904</b>	<b>2,750</b>	<b>3,007</b>	<b>3,305</b>
EBITDA	1,774	2,040	3,158	3,441	3,736
EPS (元)	0.76	0.89	1.29	1.41	1.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	19.16	4.04	43.48	11.80	9.87
营业利润 (%)	-1.35	18.28	42.27	16.44	9.91
归属母公司净利润 (%)	11.41	16.90	44.47	9.33	9.91
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	81.28	80.84	80.91	80.94	80.96
净利率 (%)	31.82	35.75	36.00	35.20	35.21
ROE (%)	24.87	19.22	22.87	20.42	18.68
ROIC (%)	24.08	18.02	22.98	20.47	18.68
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	18.43	24.27	20.20	18.31	16.71
净负债比率 (%)	22.60	32.05	25.32	22.42	20.07
流动比率	3.68	2.50	3.46	4.26	5.02
速动比率	3.26	2.24	3.11	3.92	4.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.70	0.50	0.54	0.51	0.47
应收账款周转率	5.25	5.56	6.29	5.75	5.79
应付账款周转率	2.15	1.48	1.31	1.19	1.18
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.76	0.89	1.29	1.41	1.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	1.06	1.00	1.50	1.63
每股净资产 (最新摊薄)	3.06	4.63	5.63	6.89	8.28
<b>估值比率</b>					
P/E	23.88	20.43	14.14	12.93	11.77
P/B	5.94	3.93	3.23	2.64	2.20
EV/EBITDA	14.73	20.92	10.63	8.92	7.37

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。